

Boekhoudkundige signalen en de marktwaarde van de onderneming

door A. GAEREMYNCK *

I. INLEIDING

Op de financiële markt worden bedrijven en investeerders met elkaar geconfronteerd. De investeerder is in de marktwaarde van de onderneming geïnteresseerd, die door het verwacht niveau van de geldstromen en het risico bepaald wordt. Hij kan zich geen duidelijk beeld vormen over deze parameters, die zijn nut bepalen, omdat de onderneming bepaalde informatie heeft, die hij zelf niet bezit. Er bestaan dus asymmetrieën in informatie tussen de onderneming en de investeerders. Deze situatie is voor beide partijen nadelig. Voor de investeerder kan het leiden tot een situatie van averechtse selectie, waarbij hij door zijn gebrek aan kennis aandelen koopt, die niet overeenstemmen met de gewenste karakteristieken. Anderzijds leidt het tot een situatie van marktfaling, waarbij alle ondernemingen tegen de gemiddelde marktwaarde gewaardeerd worden (Ross (1977)). Het gevolg daarvan is dat de ondernemingen niet volgens hun intrinsieke karakteristieken gewaardeerd worden.

Een mogelijke oplossing is dat de meest geïnformeerde partij zijn privé informatie op één of andere manier prijsgeeft. Dit hoeft niet op een directe manier met een mededeling over het verwacht niveau van de geldstromen te gebeuren, maar kan ook indirect door het gebruik van signalen gerealiseerd worden. Op basis van dit signaal vormt de investeerder dan een bepaald verwachtingspatroon over de onbe-

* Departement Toegepaste Economie, K.U.Leuven.

De auteur dankt Prof. dr. R. De Bondt en Prof. dr. G. Van Herck voor hun commentaar bij het tot stand komen van deze en voorgaande versies. Tevens is de auteur Prof. dr. C. Lefebvre en Prof. dr. R. Veugeliers erkentelijk voor hun kritische bemerkingen.

kende variabele. Deze verwachtingen zullen in het evenwicht door de werkelijke waarden bevestigd worden. In de signaaltheorie (Spence (1973)) worden de specifieke voorwaarden onderzocht opdat een gegeven indirect de hierboven geschetste asymmetrie in informatie zou kunnen oplossen.

Hoe bepaalde boekhoudkundige gegevens en methodes een signaalfunctie over het verwacht niveau van de geldstromen kunnen vervullen, wordt hierna geïllustreerd¹. Achtereenvolgens zullen de keuze van de bedrijfsrevisor, het opteren voor een bepaald voorraadwaarderingssysteem en het vrijwillig bekend maken van winstvoorspellingen bekeken worden als signalen. Er zal aangetoond worden dat indien de jaarrekening gecontroleerd wordt door een hoge kwaliteitsauditor of indien de onderneming FIFO als waarderingssysteem gebruikt, een hoge marktwaarde aan de onderneming kan toegekend worden. Tevens wordt geïllustreerd dat indien de investeerder over geen enkele informatiebron beschikt, het vrijwillig publiceren van winstvoorspellingen tot een stijging van de marktwaarde aanleiding geeft.

II. DE AUDITOR

A. Visie van de wetgever op de auditfunctie

De bedrijfsleiding is soms geneigd om de inhoud van de jaarrekening te beïnvloeden, immers zijn bezoldiging kan van de gepubliceerde gegevens (prestatiegebonden bezoldigingssystemen) afhangen. Om "verkeerde" informatie te vermijden en aldus het investeringspubliek te beschermen, werd het aanstellen van een bedrijfsrevisor door de wetgever verplicht gemaakt². Zijn voornaamste taak bestaat in het verifiëren van de jaarrekening. Voor een adequate uitoefening van de controle opdracht en een zekere kwaliteitsgarantie is de bekwaamheid van de bedrijfsrevisor noodzakelijk. Het "Instituut der bedrijfsrevisoren" legt daarom toelatingsvoorwaarden op en eist permanente vorming van haar leden. Ondanks deze vereisten blijkt ook dat deze dienst, zoals de meeste economische goederen, in verschillende kwaliteitsniveau's ter beschikking is. Daar waar de wetgever alleen aandacht schenkt aan het algemeen kwaliteitsniveau van de bedrijfsrevisoren, voegt de signaaltheorie er een extra dimensie aan toe. Zo kan ze een verklaring geven waarom één welbepaalde bedrijfsrevisor van een gegeven kwaliteitsniveau door één welbepaalde categorie van ondernemingen gekozen wordt.

B. De informatiebenadering als verklaring voor de keuze van de auditor

Wanneer een individu zijn middelen wil investeren in een onderneming en over geen enkele informatiebron beschikt, heeft hij moeilijkheden bij het bepalen van de juiste waarde van de onderneming. Door de grotere betrokkenheid van het management bij het bedrijfsgebeuren kan de bedrijfsleiding de waarde van de onderneming exacter definiëren. De hoeveelheid en de aard van de informatie, waarover de investeerder en de manager beschikken verschillen duidelijk. Er bestaan met andere woorden asymmetrieën in informatie. Als indirecte informatieverstrekker kan de keuze van de auditor het probleem van de juiste waardebepaling helpen oplossen.

Zoals bij elke toepassing van de signaaltheorie wordt een verband tussen de onobserveerbare waarde van de toekomstige geldstromen en een observeerbare karakteristiek, het kwaliteitsniveau van de auditor (Carpenter en Strawser (1971), Titman en Trueman (1986)) gelegd. Concreet kan het kwaliteitsniveau maar een signaal zijn, en aldus de asymmetrie in informatie helpen oplossen, wanneer het leidt tot "zelfidentificatie". Dit betekent dat een specifiek kwaliteitsniveau van de auditor met een welbepaald niveau van de verwachte geldstromen overeenstemt en dat de managers van de ondernemingen met een ander niveau van toekomstige geldstromen een hogere opbrengst kunnen realiseren door een ander kwaliteitsniveau van auditor te kiezen. Dit kan maar het geval zijn wanneer afhankelijk van het niveau van de geldstromen ofwel de opbrengsten ofwel de kosten van een bepaald kwaliteitsniveau van de auditor verschillen. Indien de auditor een werkelijke bijdrage tot het beter weergeven van het economisch gebeuren in de jaarrekening kan leveren en de vergoeding van het management aan de marktwaarde van de onderneming gekoppeld is (de afwezigheid van moral hazard problemen ³), hangen de opbrengsten van het beroep doen op een hoge kwaliteitsauditor af van het verwacht niveau van de geldstromen.

In deze omstandigheden leidt het werk van een hoge kwaliteitsauditor door zijn grotere accuratesse tot extra informatie, die niet aan het licht komt bij verificatie van de jaarrekening door een lage kwaliteitsauditor. Indien deze extra informatie positief is, zal het een prijsstijging van het aandeel tot gevolg hebben. Dit vormt de signaalopbrengst van de hoge kwaliteitsauditor. Wanneer deze informatie negatief is, weet de onderneming dat deze in de jaarrekening zal

weerspiegeld worden bij het toevertrouwen van de opdracht aan een hoge kwaliteitsauditor. Dit zal tot een prijsdaling of in ieder geval tot een geringere prijsstijging van het aandeel leiden.

Dit is echter niet voldoende voor een signaalevenwicht dat slechts kan gerealiseerd worden, indien de auditkwaliteit en het honorarium van de bedrijfsrevisor positief geassocieerd zijn. In dit geval is de onderneming met de lagere verwachte geldstromen niet in staat het kostenverschil tussen de hoge en de lage kwaliteitsauditor door de geringere signaalopbrengst te recuperen. De netto opbrengst van een hoge kwaliteitsauditor voor een onderneming met positieve verwachte geldstromen is ondanks de hogere kost nog steeds positief. Indien de positieve correlatie tussen de auditkwaliteit en de kostprijs niet aanwezig is, verliest de auditor zijn signaalfunctie omdat de extrakost niet tot extra informatie in de jaarrekening leidt en aldus geen stijging in de marktwaarde teweeg brengt. In het evenwicht stemt elk specifiek kwaliteitsniveau van de auditor overeen met een welbepaald peil van verwachte geldstromen en helpt het aldus het probleem van asymmetrie in informatie tussen de investeerder en de manager oplossen (Titman en Trueman (1986)).

Bij dit alles zijn ook de verwachtingen van de personen die het signaal ontvangen heel belangrijk. Immers een hoge kwaliteitsauditor kan slechts als signaal van een onderneming met hoge marktwaarde gezien worden indien de investeerder deze positieve associatie maakt en indien zijn verwachtingen bevestigd worden door de werkelijkheid.

De hierboven geschetste basisgedachten laten nog een aantal punten onaangeroerd. Zo lost de keuze van de auditor slechts één probleem op: de asymmetrie in informatie over het verwacht niveau van de geldstromen en behandelt niet de asymmetrie in informatie over het risico van de onderneming⁴. Een andere voor alsnog niet bekeken aspect is het keuzeprobleem bij de verandering van bedrijfsrevisor. Het is immers realistisch dat het niveau van de geldstromen doorheen de tijd verandert en aldus kan de vraag gesteld worden of het veranderen van auditor opportuun is. Naast de verschillen in kostprijs van een auditor naargelang het kwaliteitsniveau, moeten nu ook de kosten verbonden aan het veranderen van een auditor geïntroduceerd worden. Maar een zeker realisme is noodzakelijk, een onderneming verandert niet elk jaar van auditor⁵. Contractueel is een auditor immers aangesteld voor meerdere jaren, terwijl de aard van de privé informatie van jaar tot jaar verschilt.

C. Empirische inzichten

Empirisch werd het verband tussen het verwacht niveau van de geldstromen en de auditkwaliteit nog niet onderzocht. Wanneer deze relatie bestudeerd wordt, stelt zich de vraag hoe de kwaliteitsvariabele moet gemeten worden.

Zoals bij de meeste diensten is de reputatie van de auditor heel belangrijk omdat deze zijn toekomstige winstgevendheid beïnvloedt. De reputatie wordt mede bepaald door de objectiviteit. De Angelo (1982) en Titman en Trueman (1986) stellen dat de auditor zich voor het garanderen van de objectiviteit vaak in een moeilijke situatie bevindt. De auteurs stellen dat grote auditfirma's soms minder druk van het management ondervinden doordat het verlies van een klant voor hen minder erg is. Anderzijds is hun reputatie van objectiviteit relatief veel belangrijker omdat ze meer klanten kunnen verliezen. Dit zijn twee motieven waarom het redelijk zou zijn te veronderstellen dat de kwaliteit van het auditwerk en de grootte van de auditfirma positief geassocieerd zijn.

De Angelo (1982) heeft aangetoond dat deze positieve correlatie tussen de auditkwaliteit en de grootte van de auditonderneming bestaat en dat de kwaliteitsvariabele mag gesubstitueerd worden door de grootte van het auditkantoor, wat uiteindelijk een gemakkelijker te hanteren variabele is. Een verdere vereenvoudiging in empirische testen, die volgens Simunic en Stein (1984) (geciteerd in Titman en Trueman (1986)) geoorloofd is, is de opsplitsing tussen de grote internationale kantoren en de overige auditfirma's.

De signaaltheorie stelt dat er een positieve relatie bestaat tussen de auditkwaliteit en het niveau van de verwachte geldstromen. Het zou zeker nuttig zijn om deze relatie empirisch te testen in België en na te gaan of de signaaltheorie werkelijk een verklaring is bij de keuze van de auditor en of er nog andere determinerende factoren zijn die deze keuze bepalen.

III. DE VOORRAADWAARDERINGSMETHODE

A. Agency verklaring

Wettelijk zijn verschillende voorraadwaarderingsmethodes toegestaan zoals FIFO, LIFO, gewogen gemiddelde. De keuze van een me-

thode wordt meestal aan de hand van de agency theorie uitgelegd (DYL (1989)).

Een agencyprobleem ontstaat wanneer er verschillen in objectieven en asymmetrieën in informatie bestaan tussen de ondernemingsleiding en de eigenaars. Een dergelijke toestand kan gecreëerd worden wanneer de bezoldiging van de manager een functie is van de boekhoudkundige winst. In dit geval heeft de manager bij prijsstijgingen van de voorraad er alle belang bij FIFO als voorraadwaarderingssysteem te kiezen omdat dit meestal hogere winsten oplevert in vergelijking met LIFO. Deze situatie is echter nadelig voor de aandeelhouders omdat door de verloren belastingbesparingen de marktwaarde niet wordt gemaximaliseerd.

Waar de agency theorie vooral de aandacht richt op hoe verschillen in objectieven de keuze van het voorraadwaarderingssysteem bepalen, legt de signaaltheorie uitsluitend de nadruk op de functie van de keuze van het voorraadwaarderingssysteem bij het oplossen van asymmetrieën in informatie. In tegenstelling tot de agency benadering komt de signaaltheorie tot de bevinding dat FIFO als voorraadwaarderingssysteem niet altijd nadelig is voor de eigenaars. Wanneer de investeerder het gebruik van FIFO en het verwacht niveau van de geldstromen positief associeert, leidt de voorraadwaarderingmethode FIFO tot een hogere marktwaarde. In het evenwicht zullen ondernemingen met hoge geldstromen FIFO preferen, terwijl de manager van de onderneming met lage geldstromen LIFO zal verkiezen.

Zoals vroeger reeds vermeld zal bij de afwezigheid van elke bron van informatie iedere onderneming gewaardeerd worden tegen het gemiddelde van de verwachte geldstromen van alle ondernemingen. Indien de bezoldiging van de bedrijfsleiding gekoppeld is aan de marktwaarde, heeft de manager van de onderneming met de hoge geldstromen er alle belang bij een indicatie te geven dat hij een onderneming met een hoge waarde leidt. Dit hoeft niet op een directe manier te gebeuren maar kan door de keuze van het voorraadwaarderingssysteem op een indirecte manier meegedeeld worden. De informatieve waarde van het voorraadwaarderingssysteem wordt onder andere onderstreept door de expliciete vermelding in de toelichting van de jaarrekening.

Zoals bij elke toepassing van de signaaltheorie kan FIFO slechts een indicatie geven over de onderliggende geldstromen wanneer afhankelijk van de marktwaarde van de onderneming ofwel de opbrengsten ofwel de kosten van het gebruik van deze voorraadmethode ver-

schillen. De keuze van de auditor haalt haar identificatiefunctie uit het verschil in opbrengsten van het signaal. Immers de opbrengst van een hoge kwaliteitsauditor hangt af van de aard van de informatie, die daardoor extra tot uiting komt in de jaarrekening. Het audithonorarium is onafhankelijk van de waarde van de onderneming. Het voorraadwaarderingssysteem dankt haar identificatiefunctie daarentegen aan verschillen in de kost van het gebruik van FIFO. De opbrengst van het signaal is niet afhankelijk van de marktwaarde omdat FIFO of LIFO naast de informatieve waarde, dat het op zich zelf bezit, geen additionele informatie aan de jaarrekening toevoegt.

Hughes en Schwartz (1988) hebben de kost van het gebruik van het voorraadwaarderingssysteem FIFO gedefinieerd als functie van het effect op de verwachte geldstromen. Ze hebben aangetoond dat FIFO een verhoging van de verwachte bankroetkosten en een stijging van de te betalen belasting tot gevolg heeft, als er voorraadvorming en inflatie aanwezig is. Het is duidelijk dat indien FIFO een signaal wenst te zijn van hoge geldstromen de som van deze twee kostencomponenten kleiner moet zijn voor de ondernemingen met een hoge marktwaarde. Of anders gesteld dat het voordeel van LIFO toepassing groter is voor de ondernemingen met een lage marktwaarde dan voor deze met een hoge marktwaarde.

Wat de eerste component betreft, het effect op de verwachte bankroetkosten, hebben Hughes en Schwartz aangetoond dat onder bepaalde voorwaarden het effect van een zelfde verloren belastingbesparing door FIFO toepassing, een kleiner effect heeft op de daling van de verwachte bankroetkosten voor ondernemingen met hoge geldstromen dan voor deze met lage geldstromen. Anderzijds gaan door FIFO toepassing belastingbesparingen verloren. Een zelfde daling van de kostprijs door FIFO als voorraadwaarderingssysteem leidt door de progressieve belastingen vaak tot grotere verloren belastingbesparingen voor de ondernemingen met hoge marktwaarde dan voor deze met lage marktwaarde. Louter en alleen op basis van dit tweede element van de signaalkost van FIFO zou kunnen besloten worden dat de ondernemingen met hoge geldstromen veeleer LIFO als voorraadwaarderingmethode zouden gebruiken.

Opdat FIFO haar identificatiefunctie van hoge onderliggende geldstromen zou kunnen vervullen, is het noodzakelijk dat de som van de verloren belastingbesparingen en de stijging van de bankroetkosten door FIFO toepassing kleiner moet zijn voor de ondernemingen met hoge geldstromen. In dit geval zal FIFO toepassing leiden tot een

stijging van de aandelenkoers als de verwachtingen van de investeerder FIFO en marktwaarde van de onderneming positief associëren. Een welbepaalde prijsstijging is dan voor de onderneming met lage geldstromen onvoldoende om de signaalkost van FIFO te dekken, terwijl dit niet het geval is voor de onderneming met de hoge geldstromen. Het voorraadwaarderingssysteem leidt door het verschillend effect op de geldstromen tot zelfidentificatie.

B. Uitbreidingen

Verskillende aspecten komen in de bestaande analyse nog niet aan bod. Zo kan de gemiddelde prijs als signaal geïntroduceerd worden. Dit kan tot volledige zelfidentificatie leiden als er slechts drie typen van ondernemingen zijn. Als er meerdere niveau's van geldstromen voorkomen dan er signalen zijn, dan zal volledige identificatie op basis van het voorraadsysteem onmogelijk zijn. Meerdere types zullen dan hetzelfde voorraadsysteem kiezen, waardoor de ondernemingen met de laagste geldstromen binnen een zelfde categorie profiteren van de ondernemingen met de hogere geldstromen binnen deze categorie. Immers in dit geval zal de investeerder aan alle ondernemingen een marktwaarde toekennen, die functie is van de gemiddelde verwachte geldstromen binnen deze categorie.

Tevens zou kunnen onderzocht worden wanneer een wijziging van voorraadwaarderingsmethode als het niveau van de geldstromen verandert, geoorloofd is. Naast de signaalkosten, moeten de kosten verbonden aan het veranderen van de voorraadwaarderingsmethode dan geïntroduceerd worden.

Tenslotte kan de vraag gesteld worden wat het effect zou zijn van het verschillend zijn van de kosten verbonden aan een eventueel faillissement en het risico tussen de verschillende ondernemingen. Wat dit laatste betreft, kan gesteld worden dat als het risico kleiner is voor de onderneming met de hoge geldstromen dan voor deze met lage geldstromen, dan is de netto opbrengst van het signaal groter voor de onderneming met de grote marktwaarde. Als de relatie echter in omgekeerde zin geldt, dan is het mogelijk dat de ondernemingen met grotere geldstromen veeleer LIFO zullen verkiezen boven FIFO door het groter effect op de verwachte bankroetkosten gegeven een zelfde onderstelde belastingbesparing. Op die manier verliest FIFO haar functie als indirecte informatievertrekker van hoge geldstromen.

C. Empirisch onderzoek

Verskillende empirische onderzoeken naar de determinerend factoren van een voorraadwaarderingssysteem werden verricht. Daarbij kwamen verschillende aspecten aan bod. De economische verschillen, die bestaan tussen de FIFO en LIFO ondernemingen werden onderzocht. Bovendien werd de aandacht gericht op de invloed van contractuele overeenkomsten op de keuze van de voorraadwaarderingmethode. Tenslotte werd onderzocht hoe de aanwezigheid van prestatiegebonden bezoldigingssystemen en de voorraadwaarderingmethode met elkaar verbonden zijn.

Pincus en Dopuch (1988) onderzochten in welke mate leningovereenkomsten de voorraadwaarderingmethode bepalen. Omwille van moral hazard problemen tussen managers en de verschaffers van vreemd vermogen, worden vaak verplichtingen in de leningovereenkomsten ingesloten. (b.v. de winst/verkoop mag niet beneden een bepaald niveau dalen). Op basis van deze vaststelling zou kunnen verondersteld worden dat ondernemingen met hoge schuldratio's veel vlugger FIFO toepassen. Pincus en Dopuch stelden echter geen wezenlijke verschillen in de verhouding vreemd vermogen over eigen vermogen vast tussen de FIFO en de LIFO ondernemingen. Dhaliwal en Johnson (1988) vonden daarentegen wel empirische evidentie voor de invloed van contractuele overeenkomsten op de voorraadwaarderingmethode. Ze constateerden dat FIFO toepassing vooral geconcentreerd was in sectoren, waarvan de economische prestaties tegengesteld waren aan de algemene economische trend.

De moral hazard problemen tussen de eigenaars en de managers blijken ook de keuze van het voorraadwaarderingssysteem mede te bepalen. Healy (1985) heeft aangetoond dat ondernemingen met prestatiegebonden bezoldigingssystemen op basis van de winst veeleer FIFO als waarderingmethode zullen gebruiken. Nochtans blijkt de managementsvergoeding niet negatief beïnvloed te zijn wanneer de onderneming verandert van FIFO naar LIFO. Bovendien stelden Dopuch en Pincus vast dat er belangrijke economische verschillen tussen de FIFO en LIFO ondernemingen aanwezig zijn. De hypothese dat de kapitaalintensiteit voor de LIFO ondernemingen groter was dan voor de FIFO ondernemingen werd ondersteund door empirische resultaten. Eveneens blijkt de grootte van de onderneming de voorraadwaarderingmethode te beïnvloeden. De omvang van de onderneming werd hier gemeten door het niveau van de verkoop en bleek signi-

ficant groter te zijn voor de LIFO ondernemingen. Tenslotte bleek ook dat de LIFO ondernemingen aan groter prijsstijgingen van de voorraad blootgesteld waren.

Tenslotte onderzochten Morse en Richardson (1983) waarom ondernemingen veranderden naar LIFO. Daarbij stelden ze vast dat de grootte van de onderneming determinerend was omdat slechts in dat geval de belastingbesparingen groot genoeg waren om de kosten verbonden aan het veranderen van voorraadwaarderingmethode te recuperen. Bovendien constateerden Pincus en Dopuch (1988) dat het belastingvoordeel het grootst was in het jaar van de verandering van de voorraadwaarderingmethode. Dit toont aan dat ze hun gedrag met betrekking tot de te betalen belasting optimaliseren en veranderen in het jaar dat ze het grootste voordeel kunnen realiseren.

Deze studies verstrekken nog geen directe informatie over de signaalhypothesen. Toch verschaft het onderzoek van Pincus en Dopuch (1988) onrechtstreeks informatie over de signaalkost. Ze constateerden dat de verloren belastingvoordelen van de FIFO ondernemingen kleiner waren dan de gerealiseerde voordelen van de LIFO ondernemingen. In tegenstelling tot de veronderstellingen van het basismodel blijkt dus dat beide componenten van de signaalkost kleiner zijn voor de bedrijven die FIFO gebruiken. Daardoor zal signaalgeving door FIFO reeds bij geringere prijsstijgingen van het aandeel aangegeven zijn.

Wanneer men tenslotte de signaalhypothese empirisch wil toetsen, wordt meer rekening gehouden met de uitgangspunten van het basismodel, indien de steekproef binnen één bepaalde industrie wordt samengesteld. In dit geval zijn de veronderstellingen inzake ogenblik en kost van faillissement veel reëler dan wanneer de bedrijven uit verschillende industrietakken genomen worden.

IV. BOEKHOUDKUNDIGE WINSTVOORSPELLINGEN

Meermaals wordt vastgesteld dat extra wettelijke informatie zoals cashflowrapporten, boekhoudkundige winstvoorspellingen en gesegmenteerde verslaggeving een element vormen van het jaarverslag. Bij de gesegmenteerde verslaggeving worden de economische prestaties per bedrijfsactiviteit of per geografisch gebied, die binnen een onderneming aanwezig zijn, weergegeven⁶. Meestal wordt deze extra wettelijke informatie uitgelegd aan de hand van de tendens tot vermaatschappelijking van de onderneming, waarbij de onderneming in toe-

nemende mate verantwoording aan de verschillende belangengroepen verschuldigd is. Toch kan het ook in het belang van de onderneming zelf zijn om deze extrawettelijke informatie te publiceren. Waarom voorspellingen m.b.t. de winst ook voordelen kan opleveren voor de managers wordt door de signaaltheorie verduidelijkt.

Zoals vroeger reeds aangehaald, is een situatie waarbij de investeerder over geen enkele vorm van informatie beschikt vooral in het nadeel van de ondernemingen met hoge geldstromen. De publicatie van winstverwachtingen kan de investeerder helpen bij het inschatten van de marktwaarden, waarbij de signaalfunctie ontstaat doordat de mededeling op eigen initiatief gebeurt en niet wettelijk verplicht is.

De eerste vraag die bij de vrijwillige publicatie kan gesteld worden is: wanneer zal de manager gemotiveerd zijn om dergelijke informatie te publiceren? Wellicht zal de manager alleen toekomstige winstvoorspellingen openbaar maken in het geval van positieve informatie. Immers indien de bezoldiging van de bedrijfsleider aan de marktwaarde van de onderneming gekoppeld is, zou de kennisgeving van de negatieve privé informatie tot een daling van de marktwaarde leiden, wat een daling van zijn beloning tot gevolg heeft. Het is dus het verschil in de opbrengst van het vrijwillig rapporteren van winstvoorspellingen, dat ertoe leidt dat dit signaal gunstig is voor de onderneming met positieve verwachte geldstromen en ongunstig voor de andere ondernemingen.

Nochtans mag bij deze vrijwillige publicatie de geloofwaardigheid van de verstrekte informatie niet uit het oog verloren worden. De manager van de minder goede onderneming heeft er alle belang bij de onderneming met een hoge verwachte geldstromen te imiteren (b.v. door te lage waardeverminderingen op voorraden en debiteuren, wijziging in het afschrijvingssysteem, te gunstige verwachtingen m.b.t. de verkopen). Immers door deze "manipulatie" zou de investeerder een hogere marktwaarde dan in feite geoorloofd is toekennen aan de onderneming en kan de manager een hogere opbrengst realiseren. Om dit probleem te vermijden, kan het signaal aan een bestraffingssysteem gekoppeld worden (b.v. rechtsvervolging bij de publicatie van misleidende informatie). In het rationeel evenwicht zal de straf nochtans niet moeten uitgevoerd worden. Alleen ondernemingen met hoge marktwaarde zullen winstverwachtingen publiceren.

Nochtans kan de betrouwbaarheid van de voorspelling door de verificatie van de voorspellingsprocedure door een auditor verhoogd worden. De auditor kan bovendien als signaal een verdere verfijning

van de ondernemingen tot stand brengen wanneer er meer dan twee niveau's van geldstromen bestaan. Op deze manier kan natuurlijk een nog juistere waardering van de ondernemingen in de hand gewerkt worden.

V. BESLUIT

De voorkeuren inzake intertemporele consumptie stemmen vaak niet overeen met de inkomensstroom van het individu, waardoor hij beroep doet op de financiële markt. Wanneer de investeerder belegt in risicodragende beleggingen, zijn door de aanwezigheid van asymmetrieën in informatie het niveau van de geldstromen en het risico onbekenden. Financiële signalen zoals het niveau van de dividenden, het aandeel van de ondernemingsleiding in het eigen vermogen en de hoeveelheid vreemd vermogen kunnen dit probleem helpen oplossen, maar al te vaak wordt uit het oog verloren dat de elementen van de jaarrekening en van het jaarverslag een informatieve rol kunnen vervullen over het verwacht niveau van de geldstromen of met andere woorden de marktwaarde van het bedrijf.

De publicatie van de jaarrekening is wettelijk geregeld, waardoor het feit of een jaarrekening openbaar gemaakt wordt of niet haar identificatiefunctie heeft verloren. Binnen het jaarverslag heeft de manager nochtans heel wat mogelijkheden met betrekking tot de waardering en de rapportering, die de investeerder kunnen helpen bij de identificatie van de waarde van het bedrijf. Zo kunnen de keuze van de auditor, het voorraadwaarderingssysteem en toekomstige winstvoorspellingen de investeerder een indicatie geven over het verwacht niveau van de geldstromen.

Er kan aangetoond worden dat wanneer de auditkwaliteit en het te betalen honorarium positief gecorreleerd zijn en de auditor de informatieve waarde van de jaarrekening kan verhogen, de auditkwaliteit en het niveau van de geldstromen positief geassocieerd zijn. Bovendien werd er geïllustreerd dat indien het ogenblik, de kost van bankroet evenals het risico identiek zijn voor alle bedrijven, de ondernemingen met grote verwachte geldstromen FIFO kiezen, terwijl de ondernemingen met lage verwachte geldstromen LIFO als waarderingmethode gebruiken. Tenslotte wanneer de investeerder over geen enkele informatie beschikt, kan een onderneming met grote verwachte geldstromen dit manifesteren door op eigen initiatief winstvoorspellingen mede te delen. Wanneer de bezoldiging van de

bedrijfsleider gebaseerd is op de marktwaarde, zal de manager van een onderneming met een minder gunstige toekomst zich daarvan onthouden, aangezien een dergelijke publicatie immers tot een daling van zijn opbrengst zal leiden.

Het is duidelijk dat met het uitdiepen van het theoretisch verband tussen boekhoudkundige gegevens en de signaalfunctie een aanvang werd gemaakt. Naast de hier behandelde informatiebronnen bestaan er nog andere keuzemogelijkheden binnen de boekhoudwetgeving voor de onderneming zoals de keuze van de afschrijvingsmethodes, het al dan niet activeren van bepaalde kosten, cashflowrapportering e.a., die de investeerder kunnen helpen bij het schatten van de marktwaarde.

Tot nu toe werd weinig specifiek empirisch onderzoek verricht naar de signaalfunctie van boekhoudkundige gegevens, wat dan ook een uitdaging vormt. In eerste instantie zou de signaalfunctie van de hier behandelde informatieverstrekkers kunnen getoetst worden.

NOTEN

1. Naast de boekhoudkundige signalen bestaan er ook financiële signalen zoals de financiële structuur (Ross (1977), Leland en Pyle (1977)), het niveau van de dividenden (Miller en Rock (1982), Bhattacharya (1979,1980), Kose en Williams (1985)) en bepaalde gegevens bij de inkoop van eigen aandelen (Vermaelen (1982, 1986))
2. De wet van 20 september 1948, 22 juli 1953, 1 december 1953, 21 februari 1985 zijn de belangrijkste wettelijke documenten.
3. Een moral hazard probleem ontstaat wanneer de bedrijfsleiders niet de eigenaars zijn van de onderneming en deze twee groepen tegenstrijdige belangen nastreven. Wanneer de opbrengst van de managers een functie is van de boekhoudkundige winst, heeft de bedrijfsleiding er alle belang bij in inflatoire periodes FIFO als waarderingmethode te gebruiken. Op deze manier gaan echter mogelijke belastingbesparingen verloren, wat een negatieve invloed op de marktwaarde van de onderneming kan hebben en aldus niet in het belang van de aandeelhouders is.
4. Dit veronderstelt ofwel risiconutraliteit van de investeerder ofwel dat het risico algemeen bekend is. Wanneer geen van deze twee voorwaarden voldaan is, kan het financieel signaal, aandeel van het management in het eigen vermogen van de onderneming, toegevoegd worden. De informatiewaarde van het financieel signaal aandeel van het management in het eigen vermogen werd uitvoerig behandeld in de financiële signalling modellen van Leland en Pyle (1977).
5. Volgens de wet is een bedrijfsrevisor contractueel vastgesteld voor een bepaalde periode. Dit contract kan maar verbroken worden om wettige redenen. Wanneer er verbreking van het contract gebeurt en er toch geen wettige reden is, moet een schadevergoeding betaald worden. Deze schadevergoeding kan een component zijn van de kosten verbonden aan het veranderen van bedrijfsrevisor.
6. Op het vlak van de gesegmenteerde verslaggeving bestaat nog een grote vrijheid in België. De vierde EEG Richtlijn schrijft voor dat alleen de omzet per geografisch gebied of per industrietak moet bekend gemaakt worden in bijlage bij de jaarrekening wanneer de verschillende segmenten wezenlijk van elkaar verschillen (Art. 43.1(8)). Het feit dat deze informatie geen component vormt van de toelichting, maar slechts in bijlage moet

opgenomen wordt, is misschien een indicatie dat de wetgever er nog maar weinig belang aan hecht.

7. Vanuit welvaartsstandpunt is dit evenwicht identiek aan een situatie zonder asymmetrieën in informatie door de afwezigheid van signaalkosten. De signaalmodellen, die Pareto identiek zijn aan een situatie zonder asymmetrieën in informatie worden "Non dissipative signalling models" genoemd (Bhattacharya (1980)).

REFERENTIES

- Akerlof, G., 1970, The Market for Lemons : Quality and Market Mechanism, *Quarterly Journal of Economics* 84, 488-500.
- Bhattacharya, S., 1979, Imperfect Information, Dividend Policy and "the Bird in Hand Fallacy", *Bell Journal of Economics* 10, 259-270.
- Bhattacharya, S., 1980, Non Dissipative Signalling Structures and Dividend Policy, *The Quarterly Journal of Economics* 95, 1-24.
- Carpenter, C.G. en R. Strawser, 1971, Displacement of Auditor when Clients go Public, *Journal of Accountancy* 131, 55-58.
- De Angelo, L., 1981, Auditor Size and Audit Quality, *Journal of Accounting and Economics* 3, 183-199.
- Diamond, D.W., Financial Intermediation and Delegated Monitoring, *Review of Economic Studies* 51, 393-414.
- Dopuch, N. en M. Pincus, 1988, Evidence on the Choice of Inventory Accounting Methods : LIFO versus FIFO, *Journal of Accounting Research* 26, 28-59.
- Dye, R., 1985, Strategic Accounting Choice and the Effects of Alternative Financial Reporting Requirements, *Journal of Accounting Research* 23, 544-574.
- Dyl, E.A., 1989, Agency, Corporate Control and Accounting Methods: the LIFO-FIFO Choice, *Managerial and Decision Economics* 10, 141-145.
- Healy, P.M., 1985, The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decision, *Journal of Accounting and Economics* 7, 88-107.
- Hughes, P., 1986, Signalling by Direct Disclosure under Asymmetric Information, *Journal of Accounting and Economics* 8, 119-142.
- Hughes, P. en E.S. Schwartz, 1988, The LIFO-FIFO Choice : an Asymmetric Information Approach, *Journal of Accounting Research* 26, 41-58.
- Johnson, W.B. en D. Dhaliwal, 1988, LIFO Abandonment, *Journal of Accounting Research* 26, 236-272.
- Kose, J. en J. Williams, 1985, Dividends Dilution and Taxes : a Signalling Equilibrium, *The Journal of Finance* 40, 1053-1069.
- Morse, D. en G. Richardson, 1983, The LIFO-FIFO Decision, *Journal of Accounting Research* 21, 106-127.
- Miller, M. en K. Rock, 1985, Dividend Policy under Asymmetric Information, *Journal of Finance* 40, 1031-1051.
- Ross, S., 1977, The Determination of Financial Structure: the Incentive Signalling Approach, *The Bell Journal of Economics* 8, 23-40.
- Simunic, D. en M. Stein, 1984, Product Differentiation in Auditing : a Study Effect in the Market for New Issues, Working Paper, (University of British Columbia, Vancouver).
- Spence, M., 1973, Job Market Signalling, *Quarterly Journal of Economics* 80, 355-374.
- Titman, S. en B. Trueman, 1986, Information Quality and the Valuation of New Issues, *Journal of Accounting and Economics* 8, 159-172.
- Vermaelen, T., 1982, De terugkoop van aandelen als informatiesignaal, *Tijdschrift voor Economie en Management* 27, 337-352.
- Vermaelen, T., 1986, Encouraging Information Disclosure, *Tijdschrift voor Economie en Management* 31, 435-448.
- Wilson, R., 1983, Auditing : Perspectives from Multiperson Decision Theory, *The Accounting Review* 58, 305-317.